

# 롯데쇼핑 (023530)

소매/유통

이진협



02 3770 5659

jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>180,000원 (D)</b>
현재주가 (8/12)	<b>124,000원</b>
상승여력	<b>45%</b>

시가총액	35,078억원
총발행주식수	28,288,755주
60일 평균 거래대금	100억원
60일 평균 거래량	67,499주
52주 고	229,000원
52주 저	122,500원
외인지분율	17.95%
주요주주	롯데지주 외 14 인 60.67%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.6)	(26.0)	(39.4)
상대	(9.4)	(19.7)	(28.7)
절대(달러환산)	(17.8)	(28.0)	(43.5)

## 불확실성을 너머 이커머스 대응을 주목하자

### 불확실성이 고조되는 시기

국내 백화점 구조조정 일회성 비용의 집행, 일본 제품 불매운동에 따른 유니클로(FRL코리아, 지분율 49%) 실적 부진에 대한 우려가 반영되면서 P/B 0.3배 수준으로 주가가 하락한 상황이다. 4분기 리츠에 매각한 부동산 자산들에 대한 재평가 이익을 고려할 시, 0.3배 이하 수준일 것이다.

국내 백화점 구조조정에 관한 일회성 비용 집행은 구조조정 대상 매장에 동사의 백화점 대신 입점할 대체 임차인을 찾는 과정에 따라 다소간 지연되고 있는 상황이며, 일본 제품 불매 운동은 일본 정부의 화이트리스트 배제에 따라 그 추이를 지켜보아야 하는 상황이다.

다만, 유니클로의 실적 악화에 대해서 지나치게 민감한 상황이라 판단한다. 유니클로의 부진이 분명 동사의 손익에 악영향을 미치는 것은 사실이다. 하지만, FRL리테일의 1분기 실적이 감익이었다는 점을 시장이 충분히 인지하였는 지에 대해서는 다시 한 번 생각해볼 필요가 있다. 또한 7월 기존점 신장률을 통해 확인한 바에서, 타사와 큰 차이가 나타나지 않았기 때문에 롯데 브랜드에 대한 불매는 유의미하지 않은 수준이라 판단된다.

### 서비스 연계에 있어서 확실한 강점을 지닌 이커머스 사업자

P/B 0.2배 이하의 Valuation은 불거진 불확실성이 충분히 반영된 극단적인 저평가 상황임에는 분명하다. 불거진 불확실성 너머를 바라보아야 할 시점이라 판단한다.

당사는 롯데쇼핑이 우선적으로 이커머스 산업 내에서 M&A 작업에 착수할 가능성이 높다고 판단한다. 잠재적 매수자와 매도자간의 니즈, 롯데쇼핑의 최근 움직임 등을 고려했을 때 개연성은 충분하다고 생각한다. 롯데쇼핑 입장에서 지금의 가격 경쟁 중심의 이커머스 시장을 서비스 연계 중심의 시장으로 바꾸어놓을 필요가 있다.

M&A 이후, 서비스 연계 경쟁으로의 전환 시, 현재로서는 서비스 연계 영역에 있어 롯데쇼핑을 능가할 수 있는 이커머스 사업자는 눈에 띄지 않는다. 롯데그룹이 가진 유통, 음식료, 호텔, 레저, 금융 등 Consumer 영역에서의 자산을 활용할 수 있기 때문이다. 해당 역량을 연계하여 '커머스 - 서비스 - 커머스'의 선순환 구조를 구축해내는 것은 현재 동사가 가진 숙제이다.

(다음페이지에 계속)

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	48,466	4.2	8.8	47,510	2.0
영업이익	2,003	-34.7	118.9	1,977	1.3
세전계속사업이익	1,249	-74.4	53.2	1,044	19.6
지배순이익	854	-53.0	68.1	626	36.5
영업이익률 (%)	4.1	-2.5 %pt	+2.0 %pt	4.2	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	1.8	-2.1 %pt	+0.7 %pt	1.3	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	179,261	178,208	182,992	189,088
영업이익	8,010	5,970	7,233	8,318
지배순이익	-1,364	-5,449	3,680	4,411
PER	-52.5	-11.2	9.6	8.0
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.1	8.7	6.7	6.4
ROE	-0.9	-4.5	3.1	3.6

자료: 유안타증권

이 숙제를 잘 풀어낸다면, 롯데쇼핑은 이커머스 산업 내에서 헤게모니를 지닌 사업자가 될 수 있을 것으로 전망한다.

결론적으로 주가에 충분히 반영된 불확실성 보다는 롯데쇼핑의 이커머스 사업 방향성에 대해서 관 심을 가질 필요가 있다.

## 2Q19 Review : 2개 분기 연속 견조한 실적

2분기 매출액 44,560억원(+1.8% YoY), 영업이익 920억원(+5.7% YoY)을 기록하며, 컨센서스(942억원)에 부합하는 실적을 기록하였다. 2개 분기 연속 컨센서스를 부합한 견조한 실적이다. 당사의 추정치 대비 할인점, 하이마트, 슈퍼 사업부가 부진하였으나, 국내 백화점 사업은 안정적인 해외 사업과 기타사업부(홈쇼핑, 컬처웍스)의 호실적이 이를 상쇄했다. 향후 그간 관심이 비교적 낮았던 해외사업에 대한 관심이 높아질 수 있을 것으로 판단된다.

백화점은 매출액 7,640억원(-0.7% YoY), 영업이익 740억원(+30.4% YoY)을 기록했다. 국내 기존점 신장율은 +1.3% YoY를 기록했다. 국내 백화점은 안정적인 성장세를 지속했으며, 해외 백화점 사업이 눈에 띄었다. 해외 백화점의 경우, 전년대비 적자를 +160억원 감축하였다. 중국 백화점 총당금 환입(37억원)을 감안하여도 눈에 띄는 성과이다. 기존점 성장률은 중국 +1%, 인도네시아 +2.8%, 베트남 +13.6%를 기록하였다.

할인점의 경우, 매출액 11,790억원(-1.5% YoY), 영업이익 -340억원(적지 YoY)을 기록했다. 국내 할인점 기존점 신장율은 -3.6% 수준이었다. 할인점 역시 -500억원의 영업적자(-120억원 YoY)를 기록하여 국내는 부진을 면치 못했으나, 해외 사업의 호조세가 눈에 띄었다. 해외 할인점 영업이익은 160억원(+50억원 YoY) 였다. 인도네시아의 명절기간(5/5~6/7) 등 이슈에도 불구하고 호실적을 달성했다는 것이 고무적이다. 해외사업 기존점은 베트남 +7%, 인니 -0.5% 수준이었다.

슈퍼는 매출액 4,740억원(-5.9% YoY), 영업손실 -200억원(적확 YoY)을 기록하며 부진이 이어졌다. 전년대비 점포 수가 9개점 감소한 탓에 매출액이 줄어들어 비용부담 충분히 커버하지 못하였기 때문이다. 기존점 신장률은 -2%로 다시 부진에 빠졌다.

기타사업부는 홈쇼핑 영업이익 +110억원 YoY, 컬처웍스 영업이익 +110억원 YoY를 기록하며 호조세를 보였다.

2분기 이커머스 사업 GMV는 지난해 대비 +17% YoY 성장했다.

투자 의견 BUY를 유지하나, 목표주가 괴리율을 고려하여 목표주가를 기존 25만원에서 18만원으로 하향하는 바이다. 백화점의 Target EV/EBITDA Multiple을 기존 7배에서 6배로 할인점을 5배에서 4배로 하향조정하고, 적자사업부인 슈퍼부분의 가치를 미반영하였다. 또한 하이마트에 대한 지분가치를 하향조정 하였다.

[표 12] 롯데쇼핑 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	4,334	4,414	4,675	4,398	4,447	4,456	4,847	4,550	17,821	18,299	18,909
YoY	2.7%	0.8%	2.4%	-7.5%	2.6%	1.0%	3.7%	3.5%	-0.6%	2.7%	3.3%
백화점	822	770	746	894	772	764	717	863	3,232	3,116	3,129
국내 백화점	793	742	719	867	748	743	693	836	3,121	3,020	3,023
해외 백화점	29	28	27	27	25	21	23	27	111	96	106
할인점	1,539	1,572	1,707	1,498	1,592	1,596	1,811	1,562	6,316	6,562	6,832
국내 할인점	1,226	1,197	1,375	1,176	1,245	1,179	1,437	1,195	4,974	5,056	5,116
해외 할인점	313	375	333	322	347	417	374	368	1,343	1,506	1,716
하이마트	953	1,087	1,113	960	1,037	1,071	1,126	970	4,113	4,204	4,331
수퍼	520	534	554	491	505	504	543	488	2,099	2,040	2,029
홈쇼핑	231	221	209	248	232	236	230	273	909	971	990
컬처웍스	175	150	262	187	201	178	275	206	774	860	868
기타	124	111	116	150	138	138	145	188	501	609	730
영업이익	221	87	199	90	205	92	200	226	597	723	832
YoY	18.2%	-42.0%	56.7%	-73.1%	-7.1%	5.2%	0.7%	151.4%	-25.2%	21.2%	15.0%
백화점	143	57	89	136	159	74	114	214	425	560	598
국내 백화점	160	73	105	196	155	75	115	214	534	559	595
해외 백화점	-17	-15	-15	-61	4	-1	-1	-1	-108	1	3
할인점	12	-27	32	-8	19	-34	34	10	9	29	51
국내 할인점	6	-38	23	-8	9	-50	22	6	-17	-13	1
해외 할인점	6	11	8	0	10	16	13	4	25	42	50
하이마트	41	67	65	13	24	46	51	12	186	133	141
수퍼	-10	-14	-16	-23	-17	-20	-22	-24	-63	-83	-65
홈쇼핑	32	22	19	26	33	33	23	33	99	122	149
컬처웍스	7	-6	26	-2	8	5	22	10	25	45	52
기타	-4	-12	-16	-52	-21	-12.0	-22	-28	-84	-83	-95
영업이익률	5.1%	2.0%	4.3%	2.0%	4.6%	2.1%	4.1%	5.0%	3.3%	4.0%	4.4%
백화점	17.4%	7.4%	11.9%	15.2%	20.6%	9.7%	15.9%	24.8%	13.1%	18.0%	19.1%
국내 백화점	20.2%	9.8%	14.6%	22.6%	20.7%	10.1%	16.5%	25.6%	17.1%	18.5%	19.7%
해외 백화점	-58.6%	-53.6%	-55.6%	-225.9%	16.0%	-4.8%	-5.0%	-2.0%	-97.3%	1.4%	3.1%
할인점	0.8%	-1.7%	1.9%	-0.5%	1.2%	-2.1%	1.9%	0.6%	0.1%	0.4%	0.8%
국내 할인점	0.5%	-3.2%	1.7%	-0.7%	0.7%	-4.2%	1.5%	0.5%	-0.3%	-0.3%	0.0%
해외 할인점	1.9%	2.9%	2.4%	0.0%	2.9%	3.8%	3.4%	1.0%	1.9%	2.8%	2.9%
하이마트	4.3%	6.2%	5.8%	1.4%	2.3%	4.3%	4.5%	1.3%	4.5%	3.2%	3.3%
수퍼	-1.9%	-2.6%	-2.9%	-4.7%	-3.4%	-4.0%	-4.0%	-5.0%	-3.0%	-4.1%	-3.2%
홈쇼핑	13.9%	10.0%	9.1%	10.5%	14.2%	14.0%	10.0%	12.0%	10.9%	12.5%	15.0%
컬처웍스	4.0%	-4.0%	9.9%	-1.1%	4.0%	2.8%	8.0%	5.0%	3.2%	5.3%	6.0%
기타	-3.2%	-10.8%	-13.8%	-34.7%	-15.2%	-8.7%	-15.0%	-15.0%	-16.8%	-13.6%	-13.0%

주: 중국할인점 중단사업 분류 반영한 실적 추이 및 전망

자료: 롯데쇼핑, 유안타증권 리서치센터

[표 13] 롯데쇼핑 SOTP Valuation

(단위: 억원, x 배, 천주, 원)

구분	EBITDA			Target EV/ EBITDA	적정가치	지분율	비고
	19E	20E	12M Forward EBITDA				
백화점	8,505	8,611	8,575	6.0	51,453	100.0%	
할인점	2,335	2,367	2,356	4.0	9,424	100.0%	
홈쇼핑	1,339	1,596	1,510	5.0	7,551	53.0%	
하이마트					12,362	65.3%	당사 목표 시가총액 EV 환산
컬처웍스					4,866	100.0%	장부가액
영업가치	77,813						각 사업부 * 지분율
자산가치	10,267						30% 할인
투자부동산	10,089						장부가액
관계 및 공동기업	2,745						장부가액
순차입금	38,355						별도기준
현금성 자산	15,606						
차입금	53,961						
적정 시가총액	49,726						
발행주식수	28,103						자사주 제외
적정가치	176,941						

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 26] 롯데쇼핑의 이커머스 플랫폼 서비스 생태계



자료: 유안타증권 리서치센터

## 롯데쇼핑 (023530) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	179,261	178,208	182,992	189,088	194,330
매출원가	102,992	103,131	105,015	105,889	106,881
매출총이익	76,269	75,077	77,978	83,199	87,448
판매비	68,258	69,107	70,745	74,881	78,509
영업이익	8,010	5,970	7,233	8,318	8,940
EBITDA	17,058	13,566	21,535	21,946	21,980
영업외손익	-5,470	-6,909	-1,972	-1,869	-114
외환관련손익	1,751	-535	119	202	202
이자손익	-1,405	-1,436	-3,545	-3,280	-3,002
관계기업관련손익	684	886	909	954	2,431
기타	-6,500	-5,823	546	256	256
법인세비용차감전순이익	2,540	-939	5,261	6,449	8,826
법인세비용	2,734	1,604	1,079	1,548	2,118
계속사업순이익	-194	-2,543	4,182	4,901	6,708
중단사업순이익	-13	-2,107	215	0	0
당기순이익	-206	-4,650	4,397	4,901	6,708
지배지분손이익	-1,364	-5,449	3,680	4,411	6,037
포괄손익	-839	-5,168	5,892	6,396	8,203
지배지분포괄이익	-1,829	-5,893	5,104	5,756	7,383

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	62,953	57,084	62,346	66,737	70,158
현금및현금성자산	26,262	18,185	21,385	25,040	27,792
매출채권 및 기타채권	8,823	11,300	10,454	10,680	10,886
재고자산	13,540	12,675	14,677	15,187	15,651
비유동자산	216,532	205,509	272,082	272,461	272,729
유형자산	149,183	144,050	144,812	146,021	146,928
관계기업 등 지분관련자산	4,432	5,982	6,177	6,177	6,177
기타투자자산	17,025	16,708	15,787	15,787	15,787
자산총계	279,485	262,593	334,428	339,198	342,887
유동부채	85,445	66,037	76,070	76,250	76,383
매입채무 및 기타채무	41,560	34,259	37,868	38,047	38,180
단기차입금	9,234	6,900	5,603	5,603	5,603
유동성장기부채	21,554	12,901	13,719	13,719	13,719
비유동부채	60,526	72,282	130,273	130,278	130,283
장기차입금	10,992	15,467	12,750	12,750	12,750
사채	34,897	42,680	44,001	44,001	44,001
부채총계	145,971	138,319	206,343	206,528	206,666
지배지분	126,586	117,054	120,724	125,075	128,429
자본금	1,406	1,414	1,414	1,414	1,414
자본잉여금	35,057	35,742	35,742	35,742	35,742
이익잉여금	117,303	109,916	112,083	114,940	116,798
비지배지분	6,928	7,220	7,361	7,595	7,792
자본총계	133,514	124,274	128,085	132,670	136,221
순차입금	39,102	49,503	102,244	98,590	95,837
총차입금	77,702	78,201	135,467	135,467	135,467

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	15,693	1,733	21,134	19,491	20,956
당기순이익	-206	-4,650	4,397	4,901	6,708
감가상각비	7,792	6,454	13,213	12,800	12,400
외환손익	-1,699	492	-122	-202	-202
종속, 관계기업 관련손익	-704	-886	-54	0	0
자산부채의 증감	-779	-8,795	-2,585	-4,109	-4,059
기타현금흐름	11,289	9,118	6,284	6,100	6,109
투자활동 현금흐름	-12,632	-2,866	-7,846	-9,446	-8,799
투자자산	-122	-664	8	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,839	-5,971	-12,591	-14,008	-13,308
유형자산 감소	360	262	14	0	0
기타현금흐름	-4,031	3,508	4,723	4,562	4,508
재무활동 현금흐름	749	-6,926	-7,214	-1,950	-2,091
단기차입금	2,287	-2,658	-1,420	0	0
사채 및 장기차입금	15,114	3,066	-1,050	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-811	-1,856	-1,865	-1,950	-2,091
기타현금흐름	-15,841	-5,478	-2,879	0	0
연결범위변동 등 기타	-239	-18	-2,873	-4,440	-7,313
현금의 증감	3,571	-8,078	3,200	3,655	2,752
기초 현금	22,692	26,262	18,185	21,385	25,040
기말 현금	26,262	18,185	21,385	25,040	27,792
NOPLAT	8,010	16,173	7,233	8,318	8,940
FCF	-1,181	9,003	4,875	1,833	2,468

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

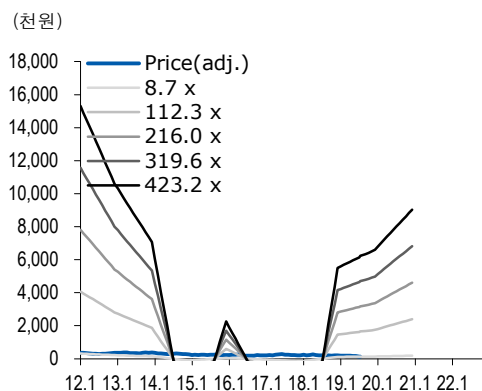
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

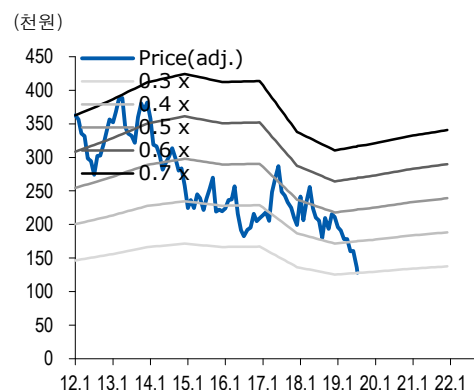
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	-4,437	-19,327	13,009	15,593	21,341
BPS	450,420	414,048	427,029	442,420	454,283
EBITDAPS	55,486	48,121	76,125	77,580	77,698
SPS	583,089	632,124	646,873	668,420	686,950
DPS	5,200	5,200	5,500	6,000	6,000
PER	-52.5	-11.2	9.6	8.0	5.8
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.1	8.7	6.7	6.4	6.3
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	-25.7	-0.6	2.7	3.3	2.8
영업이익 증가율 (%)	4.9	-25.5	21.2	15.0	7.5
지배손익의 증가율 (%)	적전	적지	흑전	19.9	36.9
매출총이익률 (%)	42.5	42.1	42.6	44.0	45.0
영업이익률 (%)	4.5	3.4	4.0	4.4	4.6
자배손익률 (%)	-0.8	-3.1	2.0	2.3	3.1
EBITDA 마진 (%)	9.5	7.6	11.8	11.6	11.3
ROIC	-0.4	11.1	4.0	4.4	4.7
ROA	-0.4	-2.0	1.2	1.3	1.8
ROE	-0.9	-4.5	3.1	3.6	4.8
부채비율 (%)	109.3	111.3	161.1	155.7	151.7
순차입금/자기자본 (%)	30.9	42.3	84.7	78.8	74.6
영업이익/금융비용 (배)	3.5	2.6	1.6	1.8	1.9

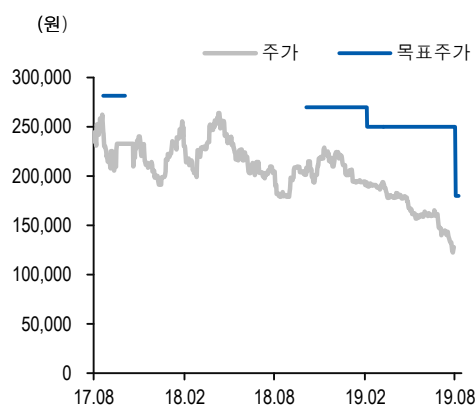
P/E band chart



P/B band chart



롯데쇼핑 (023530) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-08-13	BUY	180,000	1년		
2019-02-15	BUY	250,000	1년	-33.18	-22.40
2018-10-15	BUY	270,000	1년	-22.79	-15.19
담당자 변경					
2018-08-30	1년 경과 이후		1년	-30.53	-25.45
2017-08-30	BUY	281,679	1년	-22.53	-6.28
담당자 변경					
2016-11-07	HOLD	226,856	1년	2.58	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	87.2
Hold(중립)	12.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-08-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.